

## **PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *NON DEBT TAX SHIELD* TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG**

**ANGGUN PUTRI ROMADHINA**

**Prodi Akuntansi S1, Fakultas Ekonomi, Universitas Pamulang, Banten**

\*Email : [Aromadhina@yahoo.com](mailto:Aromadhina@yahoo.com)

### ***ABSTRACT***

This study aims to empirically test the effect of Free Cash Flow and Non Debt Tax Shield on Debt Policy at Property and Real Estate companies listed on Indonesia Stock Exchange. The period used is 5 (five) years 2012 until 2016. This research uses Debt Policy as dependent variable, Free Cash Flow and Non Debt Tax Shield as independent variable. Population in this research is all Property and Real Estate Company listed in Indonesia Stock Exchange that is amounted to 61 company. This research uses purposive sampling technique and get as many as 11 (eleven) companies that meet the criteria of data sample selection. The results of this study indicate that partially Free Cash Flow variables affect the debt policy. Non Debt Tax Shield variable has an effect on debt policy. Meanwhile, simultaneously shows that the variables of Free Cash Flow and Non Debt Tax Shield effect on debt policy.

***Keyword : Debt Policy, Free Cash Flow, Non Debt Tax Shield***

### **ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh *Free Cash Flow* dan *Non Debt Tax Shield* terhadap Kebijakan Hutang pada perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Periode yang digunakan adalah 5 (lima) tahun, yaitu tahun 2012 sampai dengan 2016. Penelitian ini menggunakan Kebijakan Hutang sebagai variabel dependen, *Free Cash Flow* dan *Non Debt Tax Shield* sebagai variabel independen. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh Perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia yaitu berjumlah 61 (enam puluh satu) perusahaan. Penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dan memperoleh sebanyak 11 (sebelas) perusahaan yang memenuhi kriteria pemilihan sampel data. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial variabel *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan Hutang. Variabel *Non Debt Tax Shield* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Sementara itu secara simultan menunjukkan bahwa variabel *Free Cash Flow* dan *Non debt Tax Shield* berpengaruh secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang.

**Kata Kunci : Kebijakan Hutang, *Free Cash Flow*, *Non Debt Tax Shield*.**

## 1. PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Penelitian

Pada saat ini Indonesia merupakan salah satu negara berkembang yang mengalami peningkatan ekonomi yang cukup pesat. Hal ini tidak terlepas dari meningkatnya jumlah perusahaan yang beroperasi di Indonesia yang disertai dengan meningkatnya nilai perusahaan. Agar dapat terus bertahan, setiap perusahaan dituntut untuk berada dalam kondisi keuangan yang baik. Salah satu kunci kesuksesan sebuah perusahaan terletak pada manajer yang diberi kepercayaan oleh para pemegang saham untuk mengelola dan menjalankan perusahaan. Manajemen keuangan perusahaan berperan penting dalam proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan keputusan dalam menentukan kebijakan pendanaan yang tepat bagi perusahaan (Umar, 2016:1).

Keputusan dalam menentukan kebijakan pendanaan harus sesuai dengan tujuan utama perusahaan yaitu untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Perusahaan merupakan suatu organisasi yang mempunyai tujuan untuk kesejahteraan pemegang saham dan memperoleh laba untuk mempertahankan keberlangsungan hidup perusahaan, maka seorang manajemen harus mengambil tindakan yaitu dengan menerbitkan hutang. Hutang terbagi menjadi dua yaitu hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek. Biasanya kebanyakan perusahaan menggunakan hutang jangka panjang yaitu pendanaan untuk keberlangsungan hidup perusahaan.

Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang berasal dari eksternal perusahaan. Kebijakan hutang dilakukan untuk menambah dana perusahaan yang akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan. Hutang mempunyai pengaruh yang sangat penting bagi perusahaan sebagai sumber pendanaan ekspansi dan dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan yang terjadi di perusahaan. Sumber pendanaan tersebut dapat diperoleh dari dua sumber yaitu dana internal yaitu laba ditahan atau dana eksternal dengan melakukan pinjaman dalam bentuk hutang ataupun menerbitkan saham di pasar modal. Selain dapat meningkatkan nilai perusahaan hutang juga dapat meningkatkan resiko yang sangat tinggi bagi perusahaan yaitu jika perusahaan yang menggunakan hutang untuk mendanai perusahaannya dan tidak mampu melunasi utangnya maka akan terancam di likuidasi, oleh karena itu manajemen harus mengambil keputusan yang sesuai dan tatap untuk meminimalisir resiko yang akan ditanggung oleh perusahaan.

### 1.2 Perumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka perumusan masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
2. Apakah *non debt tax shield* berpengaruh terhadap kebijakan hutang?
3. Apakah secara simultan *free cash flow*, *non debt tax shield* berpengaruh terhadap kebijakan hutang?

### 1.3 Tujuan Penelitian

- a. Mengetahui dan memberikan bukti empiris pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang.
- b. Mengetahui dan memberikan bukti empiris pengaruh *non debt tax shield* terhadap kebijakan hutang.
- c. Mengetahui dan memberikan bukti empiris secara simultan pengaruh *free cash flow*, kepemilikan institusional dan *non debt tax shield* terhadap kebijakan hutang.

### 1.4 Manfaat Penelitian

#### 1.4.1. Manfaat Teoritis

- a. Bagi Penulis  
Penelitian ini diharapkan dapat menganalisis menambah pengetahuan dan wawasan mengenai pengaruh *free cash flow*, *non debt tax shield* terhadap kebijakan hutang.
- b. Bagi Akademis  
Penelitian ini bertujuan guna sebagai acuan penelitian yang terkait untuk mengembangkan dan menganalisis lebih jauh studi mengenai masalah yang terjadi dalam tulisan ini dan sebagai tambahan referensi pustaka mahasiswa/i Universitas Pamulang.
- c. Bagi Peneliti Selanjutnya  
Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi dan bermanfaat bagi masyarakat luas atau peneliti, sebagai bahan tambahan pertimbangan dan pemikiran dalam penelitian pengaruh *free cash flow*, *non debt tax shield* terhadap kebijakan hutang.

#### 1.4.2. Manfaat Praktis.

Penelitian ini dapat menjadi masukan bagi perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dapat memberikan petunjuk sebagai bahan informasi perlunya kemampuan untuk menganalisis pengaruh *free cash flow*, *non debt tax shield* terhadap kebijakan hutang.

## 2. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Landasan Teori

#### 2.1.1 Teori Keagenan (*Agency theory*)

*Agency theory*, mengatur hubungan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara agent dengan principal, dimana manajer sebagai agent dan pemegang saham sebagai principal. Agen diberikan mandat oleh pemegang saham (*principal*) untuk menjalankan bisnis demi kepentingan prinsipal, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang saham. Sedangkan Manajer memiliki kepentingan sendiri yaitu bertambahnya kesejahteraan para manajer dengan berorientasi pada gaji dan komisi. Kondisi ini menunjukkan masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Inilah yang menjadi

masalah dasar dalam *agency theory*, yaitu adanya konflik kepentingan, Affandi (2015:7).

*Agency theory* menyebutkan bahwa sebagai agen dari pemegang saham, manager tidak selalu bertindak demi kepentingan pemegang saham. Untuk itu, diperlukan biaya pengawasan yang dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap pengambilan keputusan oleh manajemen. Kegiatan pengawasan yang dilakukan memerlukan biaya keagenan. Biaya keagenan digunakan untuk mengontrol semua aktivitas yang dilakukan manajer sehingga manajer dapat bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual antara kreditor dan pemegang saham (Jensen dan Meckling (1976), dalam Affandi (2016:19).

### 2.1.2 *Packing Order Theory*

Teori ini menyatakan bahwa perusahaan menyukai pendanaan Internal (yaitu laba yang ditahan dan diinvestasikan kembali) dari pendanaan eksternal. Jika dibutuhkan pendanaan eksternal, maka perusahaan lebih suka menerbitkan hutang dari pada menerbitkan saham baru, Brealey, Myers & Marcus (2008), dalam Harianti (2016:3). Hanya jika perusahaan tidak memiliki dana internal yang memadai, maka dana eksternal akan dipilih sebagai alternatifnya. Teori ini menjelaskan adanya hubungan antara pajak, risiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan, Hidayat dan Sudarno (2013:2).

Kebijakan utang dipengaruhi oleh beberapa faktor, baik faktor yang berasal dari dalam perusahaan maupun faktor yang berasal dari luar perusahaan. Menurut Mamduh (2004) dalam Affandi (2015:20), terdapat beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan utang, antara lain:

1. *Non Debt Tax Shield* (NDT)  
Manfaat dari penggunaan utang adalah bunga utang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Maka dapat disimpulkan perusahaan dengan *Non Debt Tax Shield* tinggi tidak perlu menggunakan utang yang tinggi.
2. Struktur Aktiva  
Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan utang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman.
3. Kepemilikan manajerial  
Adanya kepemilikan manajerial atau manajer yang mendapatkan sebagian saham perusahaan dapat mengendalikan konflik keagenan yang berdampak pada manajer, sehingga manajer akan mempertimbangkan pengambilan keputusan pendanaan perusahaan menggunakan utang.
4. Risiko Bisnis  
Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan utang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.
5. Struktur kepemilikan institusional

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Maka perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

6. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan utang dalam suatu perusahaan.

## 2.2 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang berhubungan dengan Struktur Modal yang dipilih perusahaan. Struktur modal merupakan gambaran dari bentuk peroporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari hutang jangka panjang dan modal sendiri yang menjadi suatu sumber pembiayaan suatu perusahaan. Struktur modal bertujuan memadukan sumber dana permanen yang selanjutnya digunakan perusahaan dengan cara yang diharapkan akan mampu memaksimalkan nilai perusahaan (Irham, 2012:185) dalam Hariyanti (2016:3).

Keputusan pembiayaan atau pendanaan perusahaan akan dapat mempengaruhi struktur modal perusahaan. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari modal internal dan modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur dan pemilik, peserta atau pengambil bagian didalam perusahaan. Modal yang berasal dari kreditur adalah merupakan utang perusahaan. Modal ini sering disebut dengan pembelanjaan asing / utang, Riyanto (1997), dalam Affandi (2016:15). Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan dari pihak ketiga untuk membiayai aktifitas oprasional perusahaan, Salim (2004), dalam Hariyanti (2016:4).

Menurut SFAC (*Statement of Financial Accounting Concept*), dalam Subianto (2016:20), Hutang (Kewajiban) adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa datang yang cukup pasti yang timbul dari keharusan sekarang suatu kesatuan usaha untuk mentransfer aset atau menyediakan jasa kepada kesatuan lain dimasa datang sebagai akibat transaksi atau kejadian masa lalu. Sedangkan definisi lain kebijakan hutang adalah total utang jangka panjang yang dimiliki perusahaan untuk membiayai operasionalnya, Yeniatie dan Destriana (2010), dalam Affandi (2016:26). Jadi, kebijakan hutang merupakan keputusan yang diambil oleh manajemen untuk menentukan besarnya utang dalam sumber pendanaannya yang berguna untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Menurut Pithaloka (2009), dalam Subianto (2016:33) keputusan pembiayaan melalui hutang mempunyai batasan sampai seberapa besar dana dapat digali. Biasanya ada standar rasio tertentu untuk menentukan rasio hutang tertentu yang tidak boleh dilampaui. Jika rasio hutang melewati standar ini, maka biaya akan meningkat dengan cepat, dan hal tersebut akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Salah satu rasio tersebut adalah LDE (*Long Term Debt Ratio*) yang menunjukkan sejauh mana hutang dapat ditutupi oleh modal perusahaan atau beberapa porsi hutang dibanding dengan modal perusahaan, supaya aman porsi hutang harus lebih kecil dari modal. Perusahaan yang menggunakan semakin banyak hutang maka akan meningkatkan beban bunga dan pokok pinjaman yang

harus dibayar. Hal ini memperbesar kemungkinan perusahaan menghadapi *default*, yaitu tidak dapat memenuhi kewajiban pembayaran hutang pada waktunya akibat kewajiban yang semakin besar.

### 2.3 *Free Cash Flow*

Menurut Smith & Kim (1994), dalam Gusti (2013:7) *Free cash flow* inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi *inefisiensi* dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang kecil. Ross et al, (2000) dalam Irmayani (2016:29) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap.

Jensen dan Mecking dalam Irmayani (2016:30) menyatakan bahwa jika arus kas bebas dalam perusahaan tidak digunakan atau diinvestasikan untuk memaksimalkan atau menyeimbangkan bunga pemegang saham, maka hal ini akan memunculkan masalah keagenan. Arus kas bebas yang seharusnya digunakan untuk akuisisi dan pembelanjaan modal-modal dengan *orientasi* pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, digunakan oleh manajer untuk kepentingan pribadinya.

White et al, (2003) dalam Gusti (2013:7) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas disetorkan yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah aliran kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang dan dividen.

*Free cash flow* menurut Brigham dan Houston (2010:108), dalam Harianti (2016:5) adalah arus kas bebas yang artinya arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayar kepada investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Investor memberikan sebagian dana yang dibutuhkan sebagai hutang.

Perusahaan yang memiliki arus kas besar/tinggi akan memonitor perilaku manajer dalam melakukan investasi dengan menambah hutang, sehingga manajer tidak akan membuang-buang kas bebas perusahaan untuk investasi yang tidak menguntungkan. Semakin besar arus kas bebas perusahaan maka akan mempunyai *level* hutang yang tinggi. Sebaliknya semakin kecil arus kas bebas maka *level* hutang perusahaan akan rendah, karena perusahaan tidak menggunakan penambahan hutang investasi, Astuti & nurlaelasari (2013) dalam Harianti (2016:5).

Menurut Affandi (2015:22) *Free cash flow* menggambarkan kepada investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan bukan hanya sebagai strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi

perusahaan yang mengeluarkan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan atau tidak. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada *free cash flow* yang dapat meningkatkan harapan mereka untuk mendapatkan deviden di masa depan. Francis et al (2000) dan Brigham, et al (1999) dalam Gusti (2010) memberikan pengertian aliran kas bebas sebagai kas yang tersedia untuk didistribusikan bagi investor sesudah terpenuhinya kebutuhan seluruh investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi.

#### 2.4 *Nondabt Tax Shield*

Menurut Djumarsih (2012) dalam Natasari (2014:27) *non debt tax shield*, berupa pembebanan biaya depresiasi dan amortisasi terhadap laba dan rugi. Depresiasi dan amortisasi merupakan *cash flow* sebagai sumber modal dari dalam perusahaan sehingga dapat mengurangi pendanaan dari hutang. Susanto (2011) dalam Natasari (2014:27) mengemukakan bahwa penggunaan hutang akan menimbulkan kewajiban membayar bunga, yang dalam laporan laba rugi biaya bunga tersebut akan mengurangi keuntungan kena pajak. Semakin besar utang perusahaan maka semakin besar beban bunga, dan berarti semakin besar penghematan pembayaran pajak penghasilan. Sehingga bunga dapat mengurangi keuntungan kena pajak sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan menjadi lebih kecil (*tax deductible*).

Penghematan pajak terjadi juga pada depresiasi karena merupakan biaya non-kas. Liem, dkk. (2013) dalam Natasari (2014:27) mengatakan pengurangan pajak dari depresiasi akan mensubstitusi manfaat pajak dari pendanaan secara kredit sehingga perusahaan dengan *non debt tax shield* yang besar akan sedikit menggunakan hutang. Menurut Umar (2016:20) Perusahaan wajib membayar pajak atas operasi perusahaan yang dihitung berdasarkan laba yang diperoleh. Bagi perusahaan, biaya yang dapat mengurangi besar laba merupakan keuntungan karena semakin besar biaya maka pajak yang dibayar semakin kecil. Pada umumnya keuntungan tersebut diperoleh dari biaya bunga (*debt tax shield*) terutama bagi perusahaan yang melakukan hutang. Keuntungan pajak lainnya yaitu *non debt tax shield*, yaitu keuntungan pajak yang diperoleh perusahaan selain bunga pinjaman.

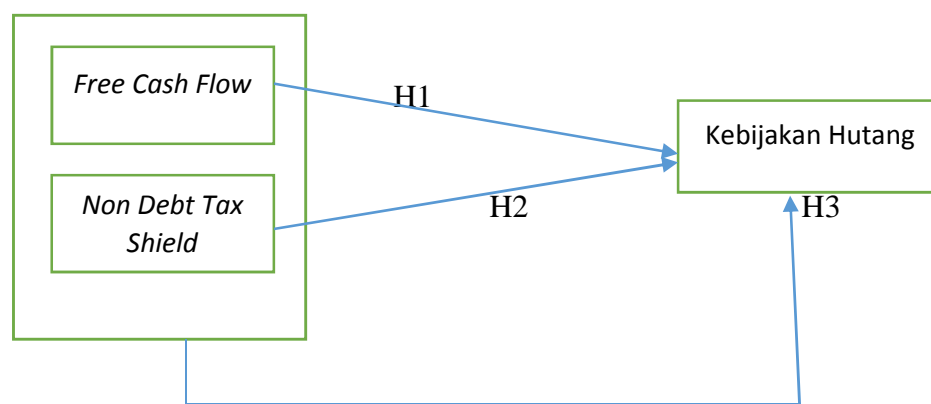
*Non debt tax shield* merupakan besarnya biaya non kas yang menyebabkan penghematan pajak dan digunakan sebagai modal untuk mengurangi hutang, Mas'ud (2008), dalam Umar (2016:20). Penghematan pajak selain dari pembayaran bunga akibat penggunaan hutang juga berasal dari adanya depresiasi dan amortisasi. Oleh sebab itu, perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang tinggi akan memperoleh keuntungan pajak yaitu berupa biaya depresiasi atau penyusutan yang tinggi pula sehingga dapat menekan penggunaan dana eksternal.

Menurut Brigham dan Houston (2011:155) dalam Dewi dan Dana (2117:781) salah satu alasan utama menggunakan utang adalah karena bunga merupakan pengurang pajak, yang selanjutnya akan mengurangi biaya utang efektif, semakin besar laba perusahaan akan semakin tinggi tarif pajak penghasilan (*corporate tax rate*) yang diterapkan dan akan semakin besar

keuntungan pajak yang diperoleh perusahaan dari pengurangan biaya bunga utang tersebut.

## 2.5 Kerangka Pemikiran

Kerangka Pemikiran Berdasarkan latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan penelitian, dan landasan teori yang telah dikemukakan diatas maka hubungan antar variabel dalam penelitian ini dapat dinyatakan dalam sebuah kerangka pemikiran teoritis. Kerangka pemikiran teoritis dapat ditunjukkan oleh model gambar 2.1 sebagai berikut :



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kerangka pemikiran teoritis tersebut maka diajukan hipotesis sebagai berikut :

H1 : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

H2 : *Non Debt Tax Shield* berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

H3 : *Free Cash Flow, Non Debt Tax Shield* berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang

## 2.6 Pengembangan Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan. Dikatakan jawaban sementara, karena jawaban yang diberikan baru didasarkan pada teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta yang empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data. Jadi hipotesis juga dapat dinyatakan sebagai jawaban teoritis terhadap rumusan masalah penelitian, belum jawaban yang empiris (Sugiyono, 2014:64).

### 2.6.1 Keterkaitan *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

*Free cash flow* bagi perusahaan merupakan gambaran dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi setelah dikurangi biaya operasional dan pengeluaran lainnya. *Free cash flow* merefleksikan keadaan arus kas periode selanjutnya dan tingkat pengembalian bagi penanam modal.



Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung akan meningkatkan utang perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan yang akan terjadi apabila perusahaan memiliki aliran kas yang tinggi. Maka dengan adanya utang maka manajer tidak akan melakukan tindakan *opportunistic* terhadap arus kas yang tersedia, karena harus memikirkan dana untuk membayar beban bunga dan biaya pinjaman pokok dari utang tersebut (Affandi, 2015:69).

*Free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan dalam pertimbangan pengambilan keputusan mengenai hutang. Semakin tinggi *free cash flow* maka perusahaan dapat menggunakan *level* hutang yang tinggi pula. Sebaliknya semakin kecil arus kas bebas maka *level* hutang perusahaan akan rendah, karena perusahaan tidak menggunakan penambahan hutang investasi (Harianti, 2016:5). Hasil penelitian ini juga didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Gusti (2013) yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Namun hal ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Trisnawati (2016:40) *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Demikian penulis membuat hipotesa sebagai berikut :

H<sub>1</sub>: Diduga terdapat pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang.

### 2.6.2 Keterkaitan *Non debt Tax Shield* Terhadap Kebijakan Hutang

Manfaat dari utang adalah bunga utang bisa dipakai sebagai pengurangan pajak. Tetapi untuk mengurangi pajak, perusahaan bisa menggunakan cara, seperti depresiasi (biaya tetap *non* bunga), dana pensiun. Demikian bisa dibuat prediksi bahwa perusahaan dengan *non debt tax shield* tinggi, maka perusahaan tidak perlu menggunakan utang tinggi, ada hubungan negatif antara keduanya.

Perusahaan dapat memperoleh keuntungan pajak yang lain disebut *non debt tax shield* yaitu keuntungan pajak yang diperoleh perusahaan selain bunga jaminan, *Non debt tax shield* diperoleh dalam bentuk berkurangnya pajak karena adanya depresiasi aktiva tetap. Maka semakin besar aktiva tetap yang dimiliki sesuai ketentuan undang-undang perpajakan, maka biaya depresiasi semakin besar dan pembayaran pajak semakin kecil. Hal ini biaya depresiasi tersebut lebih disukai manajemen untuk menekan penggunaan hutang perusahaan (Umam, 2016:61).

Menurut Harianti (2016:24) pengurangan pajak penghasilan bukan dari hutang, tetapi dari cadangan dana yaitu akumulasi penyusutan aset tetap yang belum digunakan. Berdasarkan *packing order theory* perusahaan menyukai pendanaan internal, karena perusahaan yang memiliki *nondebt tax shield* yang besar menunjukkan bahwa perusahaan memiliki cadangan dana internal yang besar, sehingga perusahaan memilih untuk tidak menggunakan hutang.

Hal ini sama dengan penelitian yang dilakukan Hidayat dan Sudarno (2013:7) yang menandakan bahwa nilai depresiasi dan amortisasi perusahaan manufaktur di Indonesia tidak cukup bermakna sebagai pengurang pajak perusahaan, sehingga tidak diperhitungkan dalam pengurangan struktur hutang perusahaan. Hasil analisis ini juga mencerminkan bahwa sebagian besar perusahaan manufaktur di Indonesia adalah perusahaan padat karya, sehingga depresiasi perusahaan kecil dan tidak cukup bermakna sebagai pengurang pajak perusahaan. Demikian penulis membuat hipotesa sebagai berikut :

H<sub>2</sub> : Diduga tidak berpengaruh *non debt tax shield* terhadap Kebijakan Hutang.

### 2.6.3 Keterkaitan *Free Cash Flow*, *Non Debt Tax Shield* Terhadap Kebijakan Hutang.

*Free cash flow* bagi perusahaan merupakan gambaran dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi setelah dikurangi biaya operasional dan pengeluaran lainnya. *Free cash flow* merefleksikan keadaan arus kas periode selanjutnya dan tingkat pengembalian bagi penanam modal. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung akan meningkatkan utang perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan yang akan terjadi apabila perusahaan memiliki aliran kas yang tinggi. Maka dengan adanya utang maka manajer tidak akan melakukan tindakan *opportunistic* terhadap arus kas yang tersedia, karena harus memikirkan dana untuk membayar beban bunga dan biaya pinjaman pokok dari utang tersebut (Affandi, 2015:69).

Semakin tinggi kepemilikan institusional maka keberadaan insvestor institusional untuk memonitor perilaku manajemen akan semakin efektif. Adanya monitoring yang efektif oleh insvestor institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring *agensi cost* sudah diambil alih oleh insvestor institusional (Harianti, 2016:23).

Perusahaan yang memiliki *non debt tax shield* besar menunjukkan bahwa perusahaan memiliki cadangan dana internal yang besar, sehingga memilih untuk mengurangi penggunaan hutang. Penelitian ini dapat diketahui bahwa perusahaan besar di Indonesia yang memiliki tingkat aktiva tetap yang tinggi dengan mengikuti ketentuan undang-undang perpajakan di Indonesia, maka biaya depresiasi semakin besar dan tentunya dapat digunakan untuk melakukan penghematan pajak karena perusahaan memiliki kewajiban membayar pajak yang semakin kecil. Jadi dapat disimpulkan bahwa *non debt tax shield* dapat memengaruhi keputusan manajemen terhadap kebijakan hutang perusahaan (Umar, 2016:61). Demikian penulis membuat hipotesa sebagai berikut :

H<sub>3</sub> : Diduga terdapat pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Institusional dan *Non Debt Tax Shiel* terhadap Kebijakan Hutang.

## 3. METODE PENELITIAN

### 3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian deskriptif. Menurut Sugiyono (2014:35), Jenis penelitian deskriptif yaitu jenis penelitian dimana peneliti tidak membuat perbandingan variabel yang diteliti pada sampel lain, dan mencari hubungan variabel tersebut dengan variabel yang lain. Data yang dibutuhkan adalah data yang sesuai dengan masalah-masalah yang ada dan sesuai dengan tujuan penelitian, sehingga data tersebut akan dikumpulkan dan diproses lebih lanjut sesuai dengsn teori-teori yang telah dipelajari. Data tersebut akan digunakan untuk menguji dan memahami fenomena mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan hutang, dan pengaruh *non debt tax shield* terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini menggunakan jenis data penelitian kuantitatif yang bersifat asotiatif (hubungan). Penelitian asotiatif merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih. Penelitian ini digolongkan kedalam bentuk hubungan kausal (Sugiyono, 2014:36). Penelitian ini menggunakan jenis data yang bersifat kuantitatif, yaitu jenis data yang dapat diukur atau dihitung secara langsung, yang berupa informasi atau penjelasan yang dinyatakan dengan bilangan atau bentuk angka. Disebut metode kuantitatif karena data berupa angka-angka dan analiasi menggunakan statistik (Sugiyono, 2014:7).

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang didapatkan melalui webside resmi Bursa Efek Indonesia, yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Data sekunder merupakan sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data, misalnya lewat orang lain atau lewat dokumen (Sugiyono, 2012:193). Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip yang telah dipublikasikan dan tidak dipublikasikan. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah berupa laporan keuangan perusahaan *properti* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang telah di audit pada tahun 2012-2016 serta memenuhi kriteria pemilihan sampel yang penulis gunakan.

### 3.2 Lokasi Penelitian

Dalam penelitian skripsi ini, penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI), yang beralamat di Gedung Bursa Efek Indonesia (BEI). Menara 1 Jl. Jend. Sudirman Kav 52-53 Jakarta Selatan 12190, Indonesia, Nomer Telepon : (021) 5150515, Fax. (021) 5150330. Adapun data yang diperlukan dalam penelitian adalah laporan keuangan perusahaan *properti* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012-2016 yang telah di audit.

### 3.3 Variabel dan Pengukuran

Variabel penelitian adalah suatu atribut atau sifat atau nilai dari orang, obyek atau kegiatan yang mempunyai variabel tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2014:38). Variabel dalam penelitian ini terdiri dari 2 (dua) variabel independen dan 1 (satu) variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *free cash flow* ( $X_1$ ), *non debt tax shield* ( $X_2$ ) sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang ( $Y$ ).

### 3.4 Populasi dan Sampel

#### 3.4.1 Populasi

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2014:80). Berdasarkan pengertian tersebut maka populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang bergerak di bidang *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012 sampai tahun 2016 yang berjumlah 55 perusahaan.

### 3.4.2 Sampel

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiyono, 2014:81). Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *sampling purposive*. *Sampling purposive* merupakan teknik penentuan sampel dengan berdasarkan kriteria-kriteria atau pertimbangan tertentu. (Sugiyono, 2014:85). Adapun kriteria sampel pada penelitian ini sebagai berikut:

1. Perusahaan properti dan real estate yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun penelitian yaitu tahun 2012-2016.
2. Perusahaan yang tidak delisting pada tahun penelitian yaitu tahun 2012-2016.
3. Perusahaan yang berada di sub sektor ini selama periode penelitian yaitu 2012-2016.
4. Perusahaan yang melakukan IPO tahun 2016.
5. Perusahaan yang mengalami laba selama periode yaitu tahun 2012-2016.
6. Perusahaan yang memiliki saham beredar selama periode penelitian yaitu tahun 2012-2016.
7. Perusahaan yang memiliki nilai depresiasi secara konsisten selama periode penelitian yaitu tahun 2012-2016.

### 3.5 Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan penulis dalam penelitian ini terdiri dari studi kepustakaan dan studi dokumentasi yang dilakukan dengan cara mengambil data dari webside resmi Bursa Efek Indonesia yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

#### 1. Studi Kepustakaan

Metode ini dilakukan dengan cara mencari referensi dan landasan teori baik jurnal ilmiah, peraturan-peraturan, buku, serta penelitian terdahulu yang berkaitan dengan topik dari penelitian ini.

#### 2. Studi dokumentasi

Metode pengumpulan data dengan studi dokumentasi dilakukan dengan cara mengambil data perusahaan *properti* dan *real estate* dari webside resmi Bursa Efek Indonesia yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

### 3.6 Teknik Analisis

#### 3.6.1 Uji Statistik Deskriptif

Menurut Sugiyono (2016:147) statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi. Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata, standar deviasi, varian, maksimum, minimum, sum, *range*, kurtosis dan skewness (kemencengan distribusi) (Ghozali, 2013:19). Statistik deskriptif menyajikan sebuah ringkasan data, yang dapat diartikan sebagai upaya mendeskripsikan data lewat beragam ukuran statistik (Santoso, 2015:173).

#### 3.6.2 Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik yang digunakan atas data sekunder dalam penelitian ini meliputi:

#### 1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau tidak. Diketahui bahwa uji t dan uji F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Jika asumsi ini dilanggar maka uji statistik tidak valid. Pengujian normalitas data menggunakan uji *kolmogorov-smirnov*. Pedoman pengambilan keputusan menurut Santoso (2016:201):

- 1) Jika nilai Sig. atau signifikansi atau nilai probabilitas  $< 0,05$  distribusi adalah tidak normal (simetris).
- 2) Jika nilai Sig. atau signifikansi atau nilai probabilitas  $> 0,05$  distribusi adalah normal (simetris).

#### 2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas ini digunakan untuk mengukur tingkat asosiasi (*keeratan*) hubungan / pengaruh antar variabel bebas tersebut melalui besaran koefisien korelasi ( $r$ ). Pendeteksian multikolonieritas dilakukan dengan menggunakan *Tolerance Value* dan *Variance Inflation Factor* (VIF).

Menurut Santoso (2015:361) suatu model regresi dikatakan bebas dari multikolinieritas jika:

- a) Mempunyai nilai VIF di sekitar angka 1
- b) Mempunyai angka Tolerance mendekati 1

#### 3. Uji Heteroskedastisitas

Dalam persamaan regresi berganda perlu diuji mengenai sama atau tidak varians dari residual dari observasi yang satu dengan observasi lainnya. Jika residual mempunyai varians yang sama disebut homoskedastisitas, dan jika variansnya tidak sama disebut terjadi heteoskedastisitas. Persamaan regresi yang baik adalah jika tidak terjadi heteroskedastisitas. Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteoskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara nilai prediksi variabel terikat (*dependen*) yaitu ZPERD dengan residualnya yaitu SRESID. Jika tidak terdapat pola yang tidak jelas serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

#### 4. Uji Autokolerasi

Menurut Ghozali (2013:110) uji autokolerasi bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi linier ada kolerasi antara kesalahan pengganggu pada periode  $t$  (sebelumnya). Autokolerasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lain. Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokolerasi. Uji autokolerasi pada penelitian ini menggunakan uji Durbin-Watson (DW) dengan dasar pengambilan keputusannya:

Hipotesis Durbin-Watson :

Ho : tak ada autokolerasi yang positif

Ha : ada autokolerasi yang positif

Kriterianya :

Jika  $DW < dL$ , maka Ho ditolak

Jika  $DW > dL$ , maka Ho diterima

Jika  $dL < DW < dU$ , maka tidak ada kesimpulan

Nilai  $dU$  dan  $dL$  dapat diperoleh dari tabel statistik Durbin-Watson yang bergantung banyaknya observasi dan banyaknya variabel yang menjelaskan.

### 3.6.3 Uji Hipotesis

#### 1. Uji Regresi Berganda

Regresi Linier Berganda adalah hubungan secara linear antara dua atau lebih variabel independen (X) dengan variabel dependen (Y). Analisis ini untuk mengetahui arah hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen apakah masing-masing variabel independen berhubungan positif atau negatif dan untuk memprediksi nilai dari variabel dependen apabila nilai variabel independen mengalami kenaikan atau penurunan.

Persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + e$$

Keterangan:

Y = Kinerja Perusahaan

a = Konstanta

X1 = Perencanaan Pajak

X2 = Beban pajak tangguhan

b1 = Koefisien regresi X1

b2 = Koefisien regresi X2

e = *Error*

#### 2. Koefisien Korelasi

Korelasi merupakan teknik statistik yang digunakan untuk menguji ada / tidaknya hubungan serta arah hubungan dari dua variabel atau lebih. Besar kecilnya hubungan antara dua variabel dinyatakan dalam bilangan yang disebut Koefisien Korelasi sebagai berikut:

1) Besarnya Koefisien korelasi antara -1 0 +1

2) Besaran koefisien korelasi -1 & 1 adalah korelasi yang sempurna

3) Koefisien korelasi 0 atau mendekati 0 dianggap tidak berhubungan antara dua variabel yang diuji

Adapun pedoman untuk memberikan interpretasi koefisien kolerasi adalah sebagai berikut (Sugiono, 2016:184):

0,00 – 0,199 kolerasi sangat rendah

0,20 – 0,399 kolerasi rendah

0,40 – 0,599 kolerasi sedang

0,60 – 0,799 kolerasi kuat

0,80 – 1,000 kolerasi sangat kuat

#### 3. Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Menurut Ghazali (2013:95) koefisien determinasi ( $R^2$ ) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Bisa juga untuk menunjukkan seberapa besar persentase variasi variabel independen yang digunakan dalam model mampu menjelaskan variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai  $R^2$  yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

#### 4. Uji hipotesis T (Parsial)

Menurut Ghazali (2013:98) uji statistik T pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas atau independen secara individual (parsial) dalam menerangkan variabel dependen. Uji T digunakan untuk menguji secara parsial masing-masing variabel.

Menurut Santoso (2015:275-276) hipotesis (dugaan) dalam uji T adalah:

- 1)  $H_0$  = variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen
- 2)  $H_1$  = variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Tingkat signifikansi yang digunakan adalah 95% maka nilai  $\alpha = 0,05$ ,

Dasar pengambilan keputusan:

- 1) Jika  $t_{hitung} > t_{tabel}$  dan probabilitas nilai  $t$  atau signifikansi  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima.
- 2) Jika  $t_{hitung} < t_{tabel}$  dan probabilitas nilai  $t$  atau signifikansi  $> 0,05$ , maka  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak.

#### 5. Uji Hipotesis F (Keseluruhan)

Menurut Ghazali (2013:127) pengujian ini untuk melihat seberapa pengaruh variabel independen secara bersama-sama (simultan) terhadap perubahan nilai variabel dependen. Untuk itu perlu dilakukan uji F atau ANOVA yang dilakukan dengan membandingkan tingkat signifikansi yang ditetapkan untuk penelitian dengan *probability value* dari hasil penelitian. Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat.

Dasar pengambilan keputusan dalam uji F berdasarkan nilai F hitung dan F tabel:

- 1) Jika  $F_{hitung} > F_{tabel}$ , maka variabel independen (bebas) secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependen (terikat).
- 2) Jika  $F_{hitung} < F_{tabel}$ , maka variabel independen (bebas) secara simultan tidak berpengaruh terhadap variabel dependen (terikat).

Dasar pengambilan keputusan dalam uji F berdasarkan nilai signifikansi hasil dari output SPSS:

- 1) Jika nilai Sig  $< 0,05$  maka variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

- 2) Jika nilai Sig > 0,05 maka variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

#### 4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

##### 4.1 Analisis Statistik Desriptif

Analisis ini menggambarkan atau mendeskripsikan data masing-masing variabel yang telah diolah dilihat dari nilai minimum, maksimum, nilai rata-rata (mean) dan standar deviasi dari masing-masing variabel.

Dari pengujian statistik deskriptif yang tersaji pada tabel 4.1 menunjukkan nilai minimum, maksimum, mean (rata-rata) dan standar deviasi dari perencanaan pajak sebagai variabel independen atau X1 yang diukur menggunakan pengukuran TRR. Beban pajak tangguhan sebagai variabel independen atau X2 yang diukur menggunakan pengukuran DTE, dan kinerja perusahaan yang diukur dengan Indeks Kinerja *Balance Scorecard* sebagai variabel dependen atau Y.

**Tabel 4.1**  
**Hasil Uji Statistik Deskriptif**  
**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Free Cash Flow	55	-1,73	,40	-,5020	,54458
Non Debt Tax Shield	55	,00	,22	,0331	,04929
Kebijakan Hutang	55	,17	1,83	,9007	,34349
Valid N (listwise)	55				

Sumber : Hasil olah data SPSS 22, 2017

Dari hasil tabel 4.1 di atas, pada pengukuran *Free Cash Flow* nilai tertinggi yang dihasilkan adalah 0,804441, sedangkan nilai *Free Cash Flow* terendah adalah 0,40. Nilai rata-rata *Free Cash Flow* selama tahun penelitian adalah -0,5020 dengan nilai standar deviasi 0,54458.

Pada pengukuran *Non Debt Tax Shield* nilai tertinggi adalah 0,22, sedangkan nilai terendah *Non Debt Tax Shield* adalah 0,00. Nilai rata-rata *Non Debt Tax Shield* selama tahun penelitian adalah 0,0331 dengan nilai standar deviasi 0,04929.

Pada pengukuran Kebijakan hutang nilai tertinggi adalah 1,83, sedangkan nilai terendah Kebijakan hutang adalah 0,17. Nilai rata-rata Kebijakan hutang selama tahun penelitian adalah 0,9007 dengan nilai standar deviasi 0,34349.

#### 4.4 Hasil Penelitian

##### 4.4.1 Uji Asumsi Klasik

Pada uji asumsi klasik data penelitian mengalami masalah autokolerasi, sehingga untuk mengatasi masalah tersebut maka pada data penelitian dilakukan transformasi Lag kemudian menggunakan transformasi *Cochrane Orcutt*. Variabel yang sudah di transformasi diregresi ulang sehingga mendapatkan hasil sebagai berikut



### 1. Uji Normalitas

Dengan menggunakan bantuan program SPSS 22, maka didapatkan hasil pengujian normalitas menggunakan uji Kolmogorov-smirnov adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.2**  
**Hasil Uji Normalitas dengan uji *kolmogorov-smirnov***

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			Unstandardized Residual
N			55
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean		,0000000
	Std. Deviation		,31270025
Most Extreme Differences	Absolute		,082
	Positive		,058
	Negative		-,082
Test Statistic			,082
Asymp. Sig. (2-tailed)			,200 <sup>c,d</sup>

Dari tabel 4.2 diatas dapat dilihat bahwa nilai Asymp. Sig (2-tailed) sebesar 0,200. Syarat untuk uji *kolmogorov-smirnov* adalah data berdistribusi normal apabila nilai Asymp.Sig. (2-tailed) > 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa data dalam penelitian ini berdistribusi normal.

### 2. Uji Multikolinieritas

Pendeteksian multikolonieritas dilakukan dengan menggunakan *Tolerance Value* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Syarat model regresi bebas dari multikolinieritas jika:

1. Mempunyai nilai VIF di sekitar angka 1
2. Mempunyai angka Tolerance mendekati 1

**Tabel 4.3**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	1,110	,077		14,367	,000		

Free Cash Flow	,241	,088	,383	2,758	,008	,827	1,209
Non Debt Tax Shield	-2,667	,967	-,383	-2,757	,008	,827	1,209

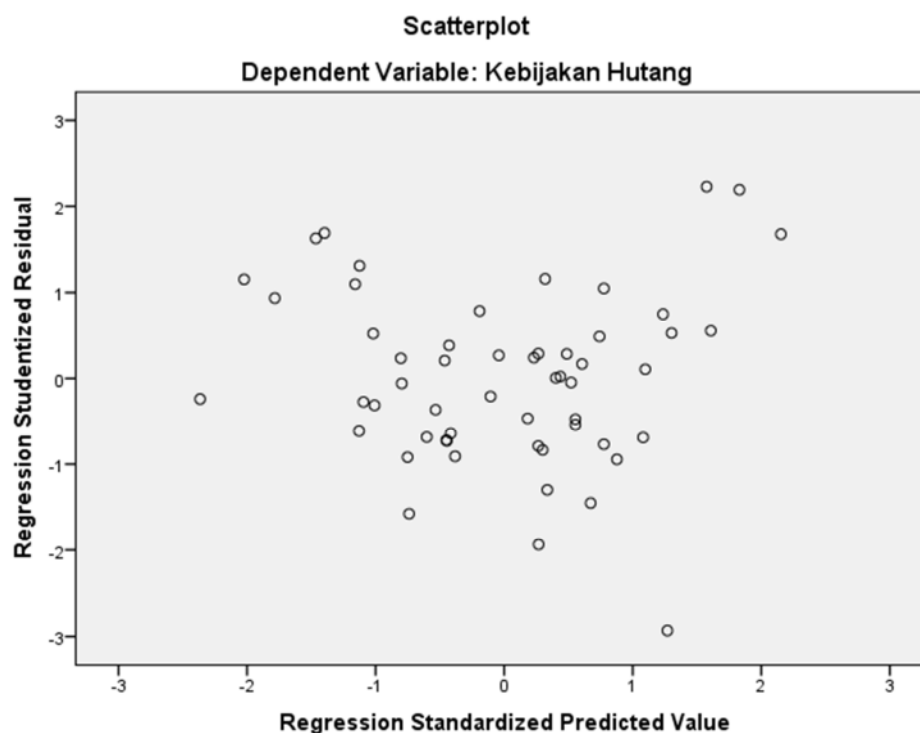
Dari hasil pengujian pada tabel 4.3 didapatkan hasil angka Tolerance sebesar 0,827 mendekati 1 dan nilai VIF sebesar 1,209 disekitar angka 1. Maka dari hasil tersebut dapat disimpulkan model regresi data penelitian ini bebas dari multikolinieritas.

### 3. Uji Heteroskedastisitas

Persamaan regresi yang baik jika tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk itu dilakukan pengujian salah satunya dengan menggunakan Scatter Plot. Berikut ini adalah hasil dari uji Heteroskedastisitas dengan bantuan SPSS 22 :

**Gambar 4.1**

#### Hasil Uji Heteroskedastisitas dengan Scatter Plot



Dari hasil uji Heteroskedastisitas menggunakan grafik Scatterplot dapat dilihat bahwa titik-titik pada gambar menyebar secara acak, tidak memperlihatkan sebuah pola tertentu. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dalam penelitian ini bebas dari Heteroskedastisitas.

### 4. Uji Autokolerasi

Model regresi yang baik adalah model regresi yang bebas dari autokolerasi. Uji autokolerasi pada penelitian ini menggunakan uji Durbin-Watson dengan hasil uji SPSS sebagai berikut:

**Tabel 4.4**  
**Hasil Uji Autokolerasi Durbin-Watson**  
**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,414 <sup>a</sup>	,171	,139	,31866	1,798

Nilai tabel Durbin-Watson untuk data  $n = 55$  dan  $\alpha = 0,05$  didapatkan nilai  $dU = 1,6406$  dan  $dL = 1,4903$ . Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa nilai hitung  $DW = 1,798 > dL = 1,4903$  dan nilai hitung  $DW = 1,798 > dU = 1,6406$  atau  $DW > dL$  dan  $DW > dU$  sehingga dapat disimpulkan hipotesis  $H_0$  diterima, tidak ada autokolerasi yang positif. Karena tidak ada autokolerasi yang positif maka data penelitian ini dapat dilanjutkan.

#### 4.4.2 Uji Hipotesis

##### 1. Uji Regresi Berganda

Analisis ini digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel-variabel bebas (independen) yaitu *Free Cash Flow* (X1) dan *Non Debt Tax Shield* (X2) terhadap variabel terikat (dependen) yaitu Kebijakan Hutang (Y). Besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama dapat dihitung melalui persamaan regresi berganda. Berdasarkan perhitungan melalui SPSS 22 diperoleh hasil regresi sebagai berikut:

**Tabel 4.5**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1,110	,077		14,367	,000
Free Cash Flow	,241	,088	,383	2,758	,008
Non Debt Tax Shield	-2,667	,967	-,383	-2,757	,008

Sumber : Hasil olah data SPSS 22, 2017

Dari tabel diatas didapatkan persamaan regresinya adalah sebagai berikut :

$$Y = 1,110 + 0,214 X_1 + -2,667 X_2 + e$$

- 1) Konstantan sebesar 1,110 artinya apabila variabel *Free Cash flow* dan *Non Debt Tax Shield* bernilai sama dengan nol atau tidak ada, maka Kebijakan Hutang akan bernilai positif 1,110.
- 2) Koefisien regresi  $X_1$  atau *Free Cash Flow* bernilai 0,241 menyatakan bahwa setiap penambahan 1 satuan *Free Cash Flow* akan meningkatkan Kebijakan Hutang sebesar 0,241.

- 3) Koefisien regresi X2 atau *Non Debt Tax Shield* bernilai -2,667 menyatakan bahwa setiap penambahan 1 satuan *Non Debt Tax Shield* maka Kebijakan Hutang akan turun sebesar -2,667.

## 2. Koefisien Korelasi

Besar kecilnya hubungan antara dua variabel dinyatakan dalam bilangan yang disebut Koefisien Korelasi. Dari hasil olah data pada tabel 4.5 dapat dilihat nilai koefisien korelasi (R) yang dihasilkan adalah 0,414. Berdasarkan pedoman interpretasi koefisien korelasi nilai korelasi berada pada interval 0,60 – 0,799 maka dapat disimpulkan koefisien korelasi dalam penelitian ini kuat yaitu 0,414.

**Tabel 4.6**  
**Hasil uji Koefisien Korelasi dan Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)**  
**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,414 <sup>a</sup>	,171	,139	,31866	1,798

## 3. Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Untuk mengetahui seberapa besar persentase variasi-variabel independen Free Cash Flow dan Non Debt Tax Shield yang digunakan dalam model mampu menjelaskan variabel dependen kebijakan Hutang.

Dari tabel 4.6 diatas diketahui bahwa koefisien determinasi yang disesuaikan (Adjusted R Square) sebesar 031866 atau sebesar 31,86 %. Hal ini berarti 31,86 % dari variabel dependen yaitu kebijakan hutang bisa dijelaskan oleh variabel independen *Free cash flow* dan *non debt tax shield*. Sedangkan sisanya sebesar 68,14 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

## 4. Uji hipotesis T (Parsial)

Uji T digunakan untuk menguji secara parsial masing-masing variabel apakah ada hubungan yang signifikan antara variabel-variabel bebas *Free Cash Flow* dan *Non Debt Tax Shield* terhadap variabel terikat yaitu Kebijakan Hutang.

**Tabel 4.7**  
**Hasil Uji Hipotesis T**

Coefficients <sup>a</sup>					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1,110	,077		14,367	,000
Free Cash Flow	,241	,088	,383	2,758	,008
Non Debt Tax Shield	-2,667	,967	-,383	-2,757	,008

Sumber : Hasil olah data SPSS 22, 2017

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 4.7 menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* dan *Non Debt Tax Shield* terhadap kebijakan Hutang. Berikut ini akan dijelaskan mengenai uji signifikan parameter individual (uji statistik t) yaitu sebagai berikut:

1. Uji Hipotesis 1 (*Free Cash Flow*)

Hasil dari pengujian untuk *free cash flow* yaitu T hitung > T tabel yaitu (2,758 > 1,67469) dan mempunyai angka signifikansi 0,008 sehingga nilai tersebut lebih kecil dari 0,050. Hal ini berarti bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang. dengan demikian bahwa H1 diterima.

2. Uji Hipotesis 2 (*Non Debt Tax Shield*)

Hasil pengujian untuk *Non Debt Tax Shield* yaitu T hitung > T tabel yaitu (-2,757 > 1,67469) dan mempunyai angka signifikansi 0,08 sehingga nilai tersebut lebih besar dari 0,050. Hal ini berarti *non debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian bahwa H2 diterima.

5. Uji Hipotesis F (Keseluruhan)

Uji Hipotesis F (keseluruhan) menunjukkan apakah semua variabel bebas *Free Cash Flow* dan *Non Debt Tax Shield* secara simultan mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat Kebijakan Hutang.

**Tabel 4.8**  
**Hasil Uji Hipotesis F**  
**ANOVA<sup>a</sup>**

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	1,091	2	,546	5,373	,008 <sup>b</sup>
Residual	5,280	52	,102		
Total	6,371	54			

Dari hasil uji F pada tabel 4.8 menunjukkan nilai F hitung adalah sebesar 5,373 dengan nilai signifikansi sebesar 0,008<sup>b</sup>. Sedangkan untuk nilai F tabel sebesar 3,17. Sehingga F hitung 5,5373 > F tabel 3,17 dan nilai signifikansi 0,008<sup>b</sup> < taraf signifikansi 0,05. Dengan demikian maka H3 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* dan *Non Debt Tax Shield* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang.

#### 4.5 Diskusi Hasil dan Pembahasan

##### 4.5.1 Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Hutang

Hasil dari pengujian untuk *free cash flow* yaitu T hitung > T tabel yaitu (2,758 > 1,67469) dan mempunyai angka signifikansi 0,008 sehingga nilai tersebut lebih kecil dari 0,050. Hal ini berarti bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Hutang, dengan demikian bahwa H1 diterima.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Gusti (2013), Affandi (2015) dan Handayani (2016) yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan hutang. *Free cash flow* bagi perusahaan merupakan gambaran dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi setelah dikurangi biaya operasional dan pengeluaran lainnya. *Free cash flow* merefleksikan keadaan arus kas periode selanjutnya dan tingkat

pengembalian bagi penanam modal. perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung akan meningkatkan utang perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan yang akan terjadi apabila perusahaan memiliki aliran kas yang tinggi. Dengan adanya utang maka manajer tidak akan melakukan tindakan opportunistic terhadap arus kas yang tersedia, karena harus memikirkan dana untuk membayar beban bunga dan biaya pinjaman pokok dari utang tersebut (Affandi, 2015:69).

*Free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan dalam pertimbangan pengambilan keputusan mengenai hutang. Semakin tinggi *free cash flow* maka perusahaan dapat menggunakan level hutang yang tinggi pula. Dengan kata lain perusahaan-perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar akan memiliki level hutang yang tinggi karena memiliki kas lebih yang memadai sehingga perusahaan dinilai mempunyai kemampuan untuk dapat membayar semua bunga dan pokok pinjaman yang akan digunakan oleh perusahaan (Gusti, 2013:19).

#### **4.5.2 Pengaruh Non Debt Tax Shield Terhadap Kebijakan Hutang**

Hasil pengujian untuk *Non Debt Tax Shield* yaitu  $T_{hitung} > T_{tabel}$  yaitu  $(-2,757 > 1,67469)$  dan mempunyai angka signifikansi 0,08 sehingga nilai tersebut lebih besar dari 0,050. Hal ini berarti *non debt tax shield* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian bahwa  $H_2$  diterima.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Natasari dan Januarti (2014), Umar (2016) dan Sukma dan Dana (2017) yang menyatakan bahwa *non debt tax shield* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung *pecking order theory* yang menyatakan bahwa semakin banyak hutang akan memberikan perlindungan berupa beban bunga hutang yang dapat mengurangi laba pajak.

Perusahaan yang memiliki *non debt tax shield* besar menunjukkan bahwa perusahaan memiliki cadangan dana internal yang besar, sehingga memilih untuk mengurangi penggunaan hutang. Jadi dapat disimpulkan bahwa *non debt tax shield* dapat memengaruhi keputusan manajemen terhadap kebijakan hutang perusahaan.

#### **4.5.3 Pengaruh Free Cash Flow, Non Debt Tax Shield dan Kebijakan Hutang**

Berdasarkan hasil Uji koefisien determinasi ( $R^2$ ) adalah koefisien determinasi yang disesuaikan (Adjusted R Square) sebesar 0,31866 atau sebesar 31,86 %. Hal ini berarti 31,86 % dari variabel dependen yaitu kebijakan hutang bisa dijelaskan oleh variabel independen *Free cash flow* dan *non debt tax shield*. Sedangkan sisanya sebesar 68,14 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

Berdasarkan hasil uji F menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 5,373 dengan nilai signifikansi sebesar 0,008<sup>b</sup>. Sedangkan untuk nilai F tabel sebesar 3,17. Sehingga  $F_{hitung} > F_{tabel}$  5,373 > 3,17 dan nilai signifikansi 0,008<sup>b</sup> < taraf signifikansi 0,05. Dengan demikian maka  $H_3$  diterima. Hal ini menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* dan *Non Debt Tax Shield* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Hutang.

## **KESIMPULAN DAN SARAN**

## 1.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil dari analisis data dan pembahasan yang telah dijelaskan, maka kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah pengaruh variabel independen *Free Cash Flow*, *Non Debt Tax Shield* terhadap kebijakan hutang pada perusahaan *Property* dan *Real Estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia baik secara simultan maupun secara parsial. Berikut hasil penelitian yang diperoleh dalam penelitian ini adalah :

1. Berdasarkan hasil penelitian ini *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Gusti (2013), Affandi (2015) dan Handayani (2016). Hasil diatas menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki free cash flow yang tinggi cenderung akan meningkatkan utang perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan yang akan terjadi apabila perusahaan memiliki aliran kas yang tinggi. Dengan kata lain perusahaan-perusahaan yang memiliki free cash flow yang besar akan memiliki level hutang yang tinggi karena memiliki kas lebih yang memadai sehingga perusahaan dinilai mempunyai kemampuan untuk dapat membayar semua bunga dan pokok pinjaman yang akan digunakan oleh perusahaan.
2. Berdasarkan hasil penelitian ini *Non Debt Tax Shield* berpengaruh terhadap Kebijakan Hutang. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Natasari dan Januarti (2014), Umar (2016) dan Sukma dan Dana (2017). Maka dari itu dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki *non debt tax shield* besar menunjukkan bahwa perusahaan memiliki cadangan dana internal yang besar, sehingga memilih untuk mengurangi penggunaan hutang. Jadi dapat disimpulkan bahwa *non debt tax shield* dapat memengaruhi keputusan manajemen terhadap kebijakan hutang perusahaan.
3. Berdasarkan hasil penelitian ini variabel *free cash flow*, *non debt tax shield* berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Hutang.

## 1.2 Keterbatasan Penelitian

1. Peneliti hanya menggunakan sampel dari perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) saja untuk diteliti.
2. Peneliti hanya menggunakan beberapa variabel yakni *Free Cash Flow*, *Non Debt Tax Shield* sementara itu masih terdapat variabel-variabel penjelas lainnya yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang sehingga 2 variabel ini tidak mencakup seluruh faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan hutang.
3. Peneliti hanya menggunakan data dengan tahun penelitian yang relatif singkat.

## 1.3 Saran

Berdasarkan pembahasan dan hasil penelitian, saran-saran yang dapat penulis berikan adalah sebagai berikut:

### 1.3.1 Bagi penelitian selanjutnya

Berdasarkan dari keterbatasan yang dikemukakan sebelumnya, maka penulis memberikan saran bagi peneliti selanjutnya.

1. Untuk peneliti selanjutnya, disarankan untuk mengembangkan penelitian dengan meneliti variabel independen lain yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang.
2. Untuk peneliti selanjutnya dapat memperluas sampel perusahaan, tidak hanya menggunakan perusahaan *property* dan *real estate* saja namun seluruh perusahaan Bursa Efek Indonesia (BEI).
3. Untuk peneliti selanjutnya dapat menambah periode penelitian lebih dari 5 tahun.

### **1.3.2 Bagi Perusahaan**

Bagi pihak perusahaan sebaiknya sebelum menetapkan kebijakan hutang, perusahaan perlu menganalisis sejauh mana hutang tersebut dapat menaikkan nilai perusahaan, dengan naiknya nilai perusahaan maka harga saham akan meningkat dan dapat memberikan keuntungan, sehingga menarik investor untuk berinvestasi.

### **1.3.3 Bagi Investor**

Hasil ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi investor dalam melakukan investasi saham dengan melihat kondisi perusahaan melalui hutang yang dimiliki perusahaan yang didukung oleh nilai free cash flow dan non debt tax shield yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang sebelum mengambil keputusan dalam melakukan investasi di pasar modal.

## **DAFTAR PUSTAKA**

- Andina, Zulfia. 2013. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan Penjualan, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Kasus Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010). *Skripsi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang*.
- Andriyono, Eko. 2016. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Managerial, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan LQ45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2014. *Skripsi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Surakarta*.
- Affandi, Chafidz. 2015. Pengaruh Free Cash Flow, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta*.
- Agoes, Sukrisno dan Estralita Trisnawati. 2013. "Akuntansi Perpajakan Edisi 3". Penerbit Salemba Empat. Jakarta.
- Dewi, Ni Kadek Tika Sukma. Dana, I Made. 2017. Pengaruh Growth Opportunity, Likuiditas, Non Debt tax Shield dan Fixed Asset Ratio Terhadap Struktur Modal. *E-Jurnal Manajemen Universitas Undaya. Volume 2. Nomer 2. Halaman : 772-801*.
- Fransiska, Yuli. S, R, Anastasia Endang. Purwanto, Nanang. 2016. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Managerial, Dan Kebijakan



- Deviden Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014. *Journal Riset Mahasiswa xxxx (JRMx) Volume. xx, Nomor. xx.*
- Ghozali, Imam. Prof. Dr. H., M.Com, Akt. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gusti, Bertha Firyanni. 2013. Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Dengan Investmen Opportunity Set Sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia). *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negri Padang.*
- Harianti, Juni. 2016. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2011-2014. *E-Juornal Akuntansi Universitas Trisakti. Vol. 16. No. 1: 29-50.*
- Hidayat, Riza Fatoni. Sudarno. 2013. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Diponegoro Journal of Accounting. Volume 2. Nomor 2.*
- Irmayani, Siti. 2016. Pengaruh Independensi Komite Audit, Profitabilitas, Kepemilikan Institusional, Dan Free Cash Flow Terhadap Manajemen Laba Pada Perusahaan Perbankan Yang Listed Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Pamulang.*
- Kartika, Dian. 2016. Pengaruh Free Cash Flow dan Profitability Terhadap Dividen Policy Pada Perusahaan-Perusahaan LQ 45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Bandar Lampung.*
- Mardiasmo, Prof. Dr., Mba., Ak,. 2016. "Perpajakan Edisi Terbaru 2016". Penerbit Andi. Yogyakarta.
- Natasari, Enny Yulia. 2014. Pengaruh Businnes Risk, Non Debt Tax Shield, Dividend Payout Ratio dan Tangibility Asset Terhadap Penggunaan Hutang (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur Go Public di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012). *Skripsi Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.*
- Natasari, Enny Yulia. Januarti, Indira. 2014. Pengaruh Non Debt Tax Shield Dan Dividend Payout Ratio Terhadap Penggunaan Hutang (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur Go Public Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012). *Diponegoro journal of accounting, volume 03. nomor 02. halaman : 1-9.*
- Nurmasari, Nuraini Desty. 2015. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negri Yogyakarta.*
- Resmi, Siti. 2011. *Perpajakan Teori Dan Kasus*. Jakarta: Salemba Empat.

- Romadhina, Anggun Putri. 2011. Analisa Hubungan dan Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Imbal Hasil dan Rasio Saham Sektor Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Tesis Universitas Trisakti*.
- Saham Ok. Daftar Perusahaan Property dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012 – 2016, diakses tanggal 01/03/2017.  
<http://www.sahamok.com>
- Saham Ok. Kapasitas Pasar tahun 2012 – 2016, diakses tanggal 14/03/2017.  
<http://www.sahamok.com>
- Sari, Ni Komang Ayu Purnama. Budiarsih, I Gusti Ayu Nyoman. 2016. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Undaya. Vol 15.3 Juni (2016): 2439- 2466*.
- Septianasari, Mita. 2016. Pengaruh Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Kebijakan Dividen Terhadap Investment Opportunity Set Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014. *Jurnal Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Maritim Raya Ali Haji*.
- Suandy, Erly. 2011. *Perencanaan Pajak. Edisi 5*. Jakarta: Salemba Empat.
- Subianto, Yuda. 2016. Pengaruh Effective Tax Rate, Kebijakan Dividen, Dan Operating Leverage Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014). *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Pamulang*.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif Dan R & D*. Bandung: Alfabeta.
- Tabel Distribusi  $DW$  – diakses tanggal 13/05/2017  
<https://junaidichaniago.files.wordpress.com>
- Tabel Distribusi  $F$  – diakses tanggal 13/05/2017  
<https://junaidichaniago.files.wordpress.com>
- Tabel Distribusi  $t$  – diakses tanggal 13/05/2017  
<https://junaidichaniago.files.wordpress.com>
- Trisnawati, Ita. 2016. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Non-Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi. Vol. 18 No. 1: 33-42*.
- Umar, Nurul Hudha. 2016. Pengaruh Blockholder Ownership, Ukuran Perusahaan, Risiko Bisnis Dan Non Debt Tax Shield Terhadap Kebijakan Hutang. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta*.
- Waluyo. 2012. *Akuntansi Perpajakan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Yahya, Johannes. 2010. *Akuntansi Perpajakan. Edisi Pertama*, Jakarta: Mitra Wacana Media.  
<http://www.idx.co.id> - diakses tanggal 01/03/2017  
<http://www.statistikian.com> – diakses tanggal 12/08/2017